

ARBEIDSNOTATENE

Det ble gitt ut syv arbeidsnotater i 2008

Forfatter:	Tittel:
Houg, Kjetil	1/08 A note on the concept of risk
Isachsen, Arne Jon	2/08 Bolig- og finanskriser i Amerika
Isachsen, Arne Jon	3/08 Kjøp og salg av risiko
Husum, Hans Olav	4/08 Hvor kommer pengene fra? Kilder til mer avkastning i Statens Pensjonsfond Utland
Steigum, Erling	5/08 Befolkningsaldring, pensjonsreformer og realøkonomi
Isachsen, Arne Jon	6/08 Om finanskrisen i USA
Isachsen, Arne Jon	7/08 Kommer Amerika tilbake?

Norges Bank Watch 2008 ble skrevet av Steinar Juel, Krisztina Molnar og Knut Røed

Norges Bank Watch 2008 No. 9, CME, BI Norwegian School of Management

UNDERVISNING

Institutt for samfunnsøkonomi tilbyr følgende spesialkurs i Siviløkonomstudiet og Masterstudier:

- Business Cycles
- Topics in Macroeconomics
- Monetary Policy

CMEs betalende medlemmer/partnere:

ABG Sundal Collier Norge ASA	Espen Bruu Syversen	Folketrygdfondet	Ivar Strompdal
ABN AMRO	Arild Orgland	Kaupthing ASA	Kim Evjenth
Arctic Securities	Fridtjof Berents	KLP	Aage Schaanning
Awilco ASA	Tor Bergstrøm	Kredittilsynet	Mette Rolland
Glitnir Bank	Gunnar Jerven	Nordea Markets	Steinar Juel
Carnegie Fondsforvaltning	Steinar Lundstrøm	Norges Rederiforbund	Sturla Henriksen
DnB NOR Markets	Øystein Dørum	NHO	Tor Steig
DnB NOR Kapitalforvaltning ASA	Torkild Varran	Oslo Pensjonsforsikring AS	Kjetil Houg
Esso Norge AS	Odd Ringdahl	SEB	Jostein Tvedt
Ferd AS	Gert Munthe	Sparebankforeningen	Arne Hyttnes
Finansnæringens Hovedorganisasjon	Arne Skauge	Sparebanken Vest	Hallgeir Isdahl
First Securities ASA	Harald Magnus Andreassen	Statoil	Bjarne Lien Kamsvåg
Fokus Bank	Frank Jullum	Telenor ASA	Trond Westlie

BI HANDELSHØYSKOLEN

CME, Centre for Monetary Economics, Norwegian School of Management BI
Address: Nydalsveien 37, 0484 Oslo
Postadresse: 0442 Oslo, Norway
Phone +47 46 41 07 91. Fax +47 23 26 47 88
E-mail: cme@bi.no
www.cme.no



Årsrapport for CME

2008

CME – Centre for Monetary Economics

CME – Centre for Monetary Economics

Den lave egenkapitalandelen som nå preger långivere og låntakere i mange land, skaper problemer. Særlig banker og andre finansinstitusjoner høye gjeldsgrad har uheldige konsekvenser. En bank som vil øke sin egenkapitalandel, kan ganske enkelt kalle inn utlån, eller ikke fornye dem ved forfall, og samtidig redusert sin funding (sine låneopptak) i markedet. Balansen krymper. Egenkapitalandelen stiger. Og funding i form av innskudd like ens. Banken blir mer solid og får økt soliditet.

Men hva skjer når mange banker samtidig følger en slik kurs? Kreditten til næringsliv og husholdninger tørker inn. En finanskriser blir en økonomisk krise. Som ikke er løst før balansene til bedriftene ser greie ut. Et fristende grep må da være å gjøre om fremmedkapital til egenkapital. Sett at alle banker over natten fikk økt sin egenkapital med noen prosentpoeng ved tvungen konvertering av gjeld til egenkapital. Fortrinnsvis ved at lån i markedet snarere enn ved at innskudd ble gjort til gjenstand for en slik konvertering.

For eksisterende aksjonærer ville dette innebære en utvanning av eierskapet. På den annen side ville sikkerheten for at banken overleve øke. De som har gitt banken kortsiktig funding for så å oppleve at deler av dette innlånet er gjort om til egenkapital, kan glede seg over at sjansene stiger for at den gjenværende delen av lånet blir betjent. Dessuten vil de være med på oppturen om det går bra med banken og aksjekursen stiger.

For samfunnet blir det en stor gevinst når bankene får orden på sine balanser ved dette grepet. Da trenger de ikke lenger å bygge ned balansen for å bygge opp egenkapitalen. Næringslivet får den kapitalen å arbeide med som det trenger. Og husholdninger får lån basert på mer sikre kredittvurderinger enn det som i en tid har vært tilfellet.

Når banker og andre finansinstitusjoner ikke gjør jobben sin – formidling av kreditt fra dem som i en periode tjener mer enn de bruker, til dem som i samme periode bruker mer enn de tjener – stanser mye av den økonomiske aktiviteten i samfunnet opp. Grep må settes for å løse dette problemet. En konvertering av gjeld til egenkapital er et slikt grep.



Arne Jon Isachsen
Leder

SEMINARENE

I sin rapport om norsk pengepolitikk konstaterer Steinar Juel, Krisztina Molnar og Knut Røed at Norges Bank gjør en god jobb. Den viser stor åpenhet. Gjennom 2007 ble endringer i økonomien hurtig fanget opp, og prognoser for utviklingen fremover justert. Hele syv ganger ble styringsrenten endret. Hver gang hevet med 0,25 prosentpoeng. Fra 3,50 prosent ved starten av året til 5,25 prosent ved utgangen av året. Norges Bank Watch mener at vår sentralbank bør bli klarere på hvordan utviklingen i formuespriser virker inn på rentesettingen. Hvilken betydning bobler i aksje- og eiendomsmarkedet har for den finansielle stabiliteten fortjener nærmere analyse. Det tallmessige grunnlaget for Norges Banks analyser kan bli bedre. I Norge står arbeidstakerorganisasjonene sterkt. Modellene som Banken utvikler og bruker, bør i større grad ta dette innover seg.

Bjørn Skogstad Aamo tok for seg den internasjonale finanskrisen som er under utvikling. Med en stadig lenger kø av folk utenfor lokalene til Northern Rock som vil ha pengene sine tilbake, fant britiske myndigheter det nødvendig, for første gang siden 1860-årene, å garantere fullt ut for innskudd i en bank. Bakteppet for finanskrisen, minnet sjefen i Kredittilsynet Bjørn Skogstad Aamo oss om, er mislighold på boliglån i Amerika, fallende aksjepriser verden rundt, store risikopåslag og dårlig likviditet. Arild Lund i Norges Bank redegjorde for arbeidsdelingen mellom Finansdepartementet, Kredittilsynet og Banken ved alvorlig ustabilitet i finansmarkedet. Og Lars-Christian Kran i Fokus Bank gav en oversikt over utviklingen internasjonalt og mulige virkninger uroen ute vil få for norsk økonomi.

I slutten av mai stilte Val Koromzay, nylig avgått som sjef for landanalyser i OECD, spørsmålet om amerikansk økonomi er på vei inn i en nedgangskonjunktur. Koromzay trakk frem sårbarheten i det amerikanske bankvesenet. Redningsaksjonen for investeringsbanken Bear Stearns noen måneder tidligere, ville neppe være den siste. En mer ekspansiv økonomisk politikk der man også legger frem tiltak for å bedre balansene til finansinstitusjonene, er nødvendig. En resesjon som håndteres riktig, trenger ikke være noen stor ulykke.

I sitt årlige CME-foredrag konstaterte sentralbanksjef Svein Gjedrem innledningsvis at norsk økonomi har hatt fordel av økende arbeidskraftinnvandring, av en sterk vekst i produktiviteten og av en markant bedring i bytteforholdet mot utlandet. På fem år har disponibel realinntekt for Kongeriket økt med hele 35 prosent. Men

erfaringene viser, minnet sentralbanksjefen om, "at grunnlaget for finansiell ustabilitet bygger seg opp i perioder med sterk vekst i gjeld og formuespriser, herunder boligpriser. De siste 15 årene har vi hatt et kraftig løft i boligprisene. Særlig i 2006 steg boligprisene mye, til tross for at Norges Bank på dette tidspunktet hadde satt opp renten flere ganger. Høy inntektsvekst i husholdningene og kamp mellom bankene om å yte lån og ta markedsandeler har medvirket. Vi kan heller ikke se bort fra at utviklingen i perioder har vært drevet av tro på at prisene bare skal fortsette å stige."

På noen områder fører reguleringer til at svingninger i formuespriser forsterkes. Praktisering av Basel II reglene i Norge har ført til fallende egenkapitalandel i norske banker de siste årene. Også i Norge vil myndighetene legge mer vekt på arbeidet med å forebygge systemrisiko.

Finanskrisen vi nå er oppe i ble skapt av det finansielle systemet selv, fremholdt Erling Steigum på årets siste CME-seminar, krisen er ikke skapt ved eksogene sjokk. Han trakk trådene tilbake til John Stuart Mill som i 1860-årene hevdet at irrasjonell kredittgivning og skjødesløse bankutlån gjerne ligger bak aktivabobler med påfølgende økonomiske kriser. Moderne makroøkonomi med vekt på rasjonelle aktører fanger ikke opp denne virkeligheten. Dagens finanskriser skaper således behov for en ny konjunkturteori med fokus på markedssvikt og raskt stigende formuespriser. En aktiv penge- og finanspolitikk, slik Keynes anbefalte på 1930-tallet, er det nå allmenn tilslutning til. Birger Vikøren (Norges Bank), den andre innlederen, trakk frem underprising av risiko som en hovedårsak til dagens finanskriser. Han viste hvordan norske banker er blitt mer sårbare med en økende andel av fundingen fra markedet snarere enn ved vanlige innskudd. Funding i markedet er både dyrere og mer flyktig. Myndighetene har for tiden fokus både på likviditeten i markedet og på soliditeten til de enkelte finansinstitusjonene. Viktige endringer vil skje i regelverket.

Det ble holdt fem seminarer for medlemsbedriftene i 2008:

Dato	Tema/foredragsholdere	Vertskap
19. feb	Norges Bank Watch 2008 Steinar Juel (Nordea) Krisztina Molnar (NHH) Knut Røed (Frisch Centre)	Nordea
13. mar	Den internasjonale finansuroen Bjørn Skogstad Aamo (Kredittilsynet) Arild Lund (Norges Bank) Lars-Christian Kran (Fokus Bank)	BI
28. mai	Er Amerikansk økonomi på vei inn i en resesjon? Val Koromzay (OECD)	BI
12. sep	Formuespriser og økonomisk politikk Svein Gjedrem (Norges Bank)	BI
9. des	Finanskrisen Erling Steigum (BI) Birger Vikøren (Norges Bank)	BI

Arbeidsutvalget



Frank Jullum



Arne Jon Isachsen



Steinar Juel



Erling Steigum



Knut Røed



Krisztina Molnar



Val Koromzay



Bjørn Skogstad
Aamo

"The modern world regards business cycles much as the ancient Egyptians regarded the overflowing of the Nile. The phenomenon recurs at intervals, it is of great importance to everyone, and natural causes of it are not in sight."
(John Bates Clark)

"The theory of economics does not furnish a body of settled conclusions immediately applicable to policy. It is a method rather than a doctrine, an apparatus of the mind, which helps its possessor to draw correct conclusions."
(John Maynard Keynes)

"The world economy is entering a major downturn in the face of the most dangerous financial shock in mature financial markets since the 1930s."
(IMF World Economic Outlook, October 2008)

"The root cause of the crisis was a widespread undervaluation of risk"
(Jean-Claude Trichet, Financial Times, 13 November 2008)